**外汇市场案例**

**一、公司外汇交易风险案例：汉莎航空公司的外汇风险（S20-22）**

1985年1月，汉莎航空公司从美国购买了20架波音737飞机，合约价为5亿美元， 1986年1月交货时用美元付款。

从1980开始，美元一直快速升值，至1985年1月，1美元可以兑3.2马克。若美元继续升值，支付货款时购机成本将大幅上升。

此时汉莎公司有5中套期保值的基本方法：

（1）不保值；

（2）完全用远期合约保值；

（3）对部分风险价值进行套期保值；

（4）以外汇期权进行保值；

（5）立即购入美元，等到购货合同到期时再支付。

方案一，风险最大，收益也最大。若1986年1月汇率降跌至M2.2/$，购机成本仅为 11亿马克。若1986年1月美元升值至DM4.0/$，购机成本将达到20亿马克。此方案属投机行为。

方案二，利用远期合约来购入所需的全部美元。汇率将被锁定在DM3.2/$，最终成本也将固定在16亿马克。此方案属于保守策略。

方案三，对总风险中的部分进行保值，而将剩余的风险头寸留在手中。该方法中没有风险头寸比率的客观标准（二八开，四六开，或五五开等等）。

方案四，购买外汇期权。汇率变动的方向不定，且期权费昂贵，看跌期权费约9600万马克。

方案五，能消除货币敞口风险，但需要汉莎公司手中现在就拥有全部资金，同时汉莎签订过严格合同限制资本负债表上的资产类别、金额及币种。该方案实际不可行。

汉莎总裁鲁芬预感美元会贬值，但完全不进行保值的做法风险太大。他选择了方案三，进行部分套期保值：按DM3.2/$的远期汇率对一半的风险头寸（2.5亿美元）进行远期保值，剩余的一半则处于未保值状态。

**结果**： 1986年1月，即期汇率从1年前的DM3.2/$下降到了DM2.3/$，方案三比方案一多花2.25亿马克，比方案四多花1.29亿马克。

**表1 不同保值方法下的总成本**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **保值方法** | **相关汇率** | **马克总成本** |
| **（1）不保值**  **（2）全部远期保值**  **（3）部分(50%)远期保值**  **（4）购买马克看跌期权** | **DM2.3/$**  **DM3.2/$**  **1/2(DM2.3)+1/2(DM3.2)**  **DM3.2/$** | **11.5亿**  **16亿**  **13.75亿**  **12.46亿** |

**二、银行外汇交易案例：澳大利亚国民银行外汇期权损失案（S23-25）**

**事实：**

2004年1月，澳大利亚国民银行先后三次就外汇交易期权交易损失发布公告。在这笔外汇交易丑闻中，澳大利亚国民银行损失了3.6亿澳元，包括与错误交易直接相关的1.85亿澳元和随后对外汇资产组合估值损失的1.75亿澳元。

2003年10月以来，四个外汇交易员进行澳大利亚元和新西兰元对美元的外汇期权交易。他们判断这两种货币对美元的汇率的强劲势头将发生逆转。然而，后来这两种货币对美元的汇率还是维持强势，澳大利亚元对美元的汇率上升了13%，新西兰元对美元的汇率上升了15%。

当判断失误造成损失时，为了掩盖损失，他们制造了大量的虚假交易，直到另一个交易员在对他们的这笔交易产生怀疑并报告有关内部风险管理官时才被发现。2004年1月13日，澳大利亚国民银行公开披露了此案，当时对四名外汇交易员因进行未经授权的衍生产品交易损失的估计只是1.8亿澳元。2004年1月13日，这四名外汇交易员被暂停职务。

澳大利亚国民银行外汇交易丑闻造成3.6亿澳元的损失,并最终导致董事会主席与总裁的双双辞职。2004年2月澳大利亚国民银行执行董事兼总裁正式宣布辞职。这位1999年登上总裁宝座、干了37年、在行内根基很深、自称对银行非常“忠诚”的国民银行“老人”，在以基金经理和其他投资者为主的反对声中，为了“国民银行的最大利益”，带着327万澳元的辞职补贴和无限遗憾黯然离去。

两个星期后董事会主席也步其后尘，选择离开。他在辞职报告说：“新任总裁 John Stewart　已经控制了局面，该是我退出NAB董事和董事会主席的最合适时候了。”

**启示：**

24小时开放的外汇市场既没有监管机构，也不设立清算师，漏洞很多，相当不规范，给了流氓交易员以可乘之机，因此加强监管已经是当务之急。

健全的内控制度和市场风险管理手段是非常关键的。操作风险主要靠严密的内控体系，而市场风险则需要靠风险预警机制。

基金等机构投资者在上市公司治理中非常重要。澳大利亚国民银行作为一家上市银行需要接受各方的监督，特别是股东和媒体的监督。总裁被迫辞职，不是迫于大股东或董事长的压力和董事会的压力，而是迫于以基金为代表的机构投资者的压力。

**三、外汇市场与香港保卫战（S26）**

1997年，亚洲金融风暴爆发。美国金融家索罗斯旗下的对冲基金在亚洲各国和地区发起了持久的连番狙击，使这些国家和地区几十年来积存的外汇一瞬间化为乌有。在这些国家的金融大战结束后，索罗斯把矛头对准了港元，开始有计划地向香港股市及期市发动冲击。

索罗斯他们的计划就是从汇市、股市、期市三管齐下，思路是先掌控货币，去狙击港元，然后等银行拆息涨上去，股市会下跌，当然还需要预先在股市布局：先卖了恒生股指的期权和期货，这样就可以在两个市场大赚其钱，基本上没有亏欠的风险。这就是所谓的双向操作。

炒家们大量地在外汇市场抛售港元，同时在证券市场上大手笔沽空股票和期指，大幅打压恒生指数和期指指数，使恒生指数一度下跌300点，跌穿6600点关口，“推倒”趋势震撼人心。形势危急，市场信心极度不足，索罗斯甚至在公开场合宣称“港府必败”。

在压低恒生指数的同时，国际炒家在恒指期货市场积累大量淡仓。恒生指数每跌１点，每张淡仓合约即可赚50港币。香港汇市上被对冲基金抛售的港元日交易额达到数百亿，港元拆息也扶摇直升，恒生指数8月6日下挫212点，并很快跌破7000点大关。

1998年6月，日元暴跌，与美金的兑换率跌穿了145的水平。同时，市场开始盛传人民币贬值及港元脱钩的消息。7月底，对冲基金开始大量抛售港元，并通过各地的市场24小时不断加压，沽售速度前所未见。香港银行同业拆息飙升至300％，香港恒生指数和期货市场指数也瞬间下泻1000多点。股市、楼市均下跌50％以上。

香港政府在外界揣测与非议中，利用外汇储备，接下了在汇市上被对冲基金抛售的240亿港元，并且将接下的港币放回银行体系内，缓解了同业拆息率的飙升，保持了港元与利率的稳定。2008年8月14日上午，港股继续低迷。下午，香港政府通过三家券商持巨额资金入市，大量吸纳蓝筹和期货。当天，恒指上升564点，升幅达8.47％，创造了98年的第二大涨幅日。

请思考：为什么索罗斯宣称“港府必败”？以他为代表的国际炒家的信心来自何处？为什么他们首先在外汇市场发动攻击？、

**四、欧元区债务危机（S26）**

**欧债危机概述**

欧洲债务危机即欧洲主权的债务危机。其是指在2008年金融危机发生后，希腊等欧盟国家所发生的债务危机。

欧洲主权债务危机爆发的主要引线或导火索可以说是希腊。希腊在2001年达到了欧盟的财赤率要求，同年加入欧元区。但是，这一过程对希腊国家而言，所付出的代价也是相当巨大的。希腊为了尽可能缩减自身外币债务，与高盛签订了一个货币互 换协议，通过货币互换协议减少自身的外币债务，达到足够的财赤率加入欧元区。但与高盛所签订的协议，希腊就必须在未来很长一段时间内支付给对方高于市价的高额回报。随着时间的推移，希腊的赤字率走入危险状态。2009年10月初 [希腊](http://www.hudong.com/wiki/%E5%B8%8C%E8%85%8A)政府宣布政府[财政赤字](http://www.hudong.com/wiki/%E8%B4%A2%E6%94%BF%E8%B5%A4%E5%AD%97)和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到12.7％和113％，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的3％和60％的上限。2009年12月 三大评级机构接连下调希腊主权信用评级，希腊债务危机爆发。此后，西班牙、葡萄牙、意大利等多国均遭评级下调，逐步演变为欧元区主权债务危机，全球金融市场剧烈波动，三年以来危机仍不断发酵。

**原因分析**

**（一）外部原因：**

**1、金融危机中政府加杠杆化使债务负担加重**

金融危机使得各国政府纷纷推出刺激经济增长的宽松政策，高福利、低盈余的希腊无法通过公共财政盈余来支撑过度的举债消费。全球金融危机推动私人企业去杠杆化、政府增加杠杆。希腊政府的财政原本处于一种弱平衡的境地，由于国际宏观经济的冲击，恶化了其国家集群产业的盈利能力，公共财政现金流呈现出趋于枯竭的恶性循环，债务负担成为不能承受之重。

**2、评级机构煽风点火，助推危机蔓延**

评级机构不断调低主权债务评级，助推危机进一步蔓延。全球三大评级机构不断下调上述四国的主权评级。2011年7 月末，标普已经将希腊主权评级09 年底的A-下调到了CC级（垃圾级），意大利的评级展望也在11年5月底被调整为负面，继而在9月份和10 月初标普和穆迪又一次下调了意大利的主权债务评级。葡萄牙和西班牙也遭遇了主权评级被频繁下调的风险。评级机构对危机起到了推波助澜的作用，也可成为危机向深度发展直接性原因。

**（二）内部原因：**

**1、产业结构不平衡：实体经济空心化，经济发展脆弱**

以旅游业和航运业为支柱产业的希腊经济难以抵御危机的冲击。在欧盟国家中，希腊经济发展水平相对较低，资源配置极其不合理，以旅游业和航运业为主要支柱产业。一方面，为了大力发展支柱产业并拉动经济快速发展，希腊对旅游业及其相关的房地产业加大了投资力度，其投资规模超过了自身能力，导致负债提高。2010年服务业在GDP中占比达到52。57%，其中旅游业约占20%，而工业占GDP的比重仅有14。62%，农业占GDP的比重更少为3。27%。加上2004年举办奥运会增加的91亿美元赤字，截止2010年希腊政府的债务总量达到3286亿欧元，占GDP的142。8%。另一方面，从反映航运业景气度的波罗的海干散货运价指数（BDI）看，受金融危机影响从08 年底开始航运业进入周期低谷，景气度不断下滑。航运业的衰退对造船业形成了巨大冲击。由此看出，希腊的支柱产业属于典型依靠外需拉动的产业，这些产业过度依赖外部需求，在金融危机的冲击面前显得异常脆弱。

以出口加工制造业和房地产业拉动经济的意大利在危机面前显得力不从心。意大利经济结构的最大特点是以出口加工为主的中小企业（创造国内生产总值的70%）。2010年意大利成为世界第7大出口大国（出口总额4131亿欧元，占世界出口额比重3。25%），主要依靠出口拉动的经济体极易受到外界环境的影响。金融危机的爆发对意大利的出口制造业和旅游业冲击非常大，2009年其出口总量出现大幅下滑，之后有所回升，但是回升的状况还主要依赖于各国的经济复苏进程。随着世界经济日益全球化和竞争加剧，意大利原有的竞争优势逐渐消失，近10 年意大利的经济增长缓慢，低于欧盟的平均水平。依靠房地产和建筑业投资拉动的西班牙和爱尔兰经济本身存在致命缺陷。建筑业、汽车制造业与旅游服务业是西班牙的三大支柱产业。由于长期享受欧元区单一货币体系中的低利率，使得房地产业和建筑业成为西班牙近年经济增长的主要动力。从1999年到2007年，西班牙房地产价格翻了一番，同期欧洲新屋建设的60%都发生在西班牙。房地产业的发推动了西班牙就业率的下降。2007年西班牙失业率从两位数下降到了8。3%，然而在全球金融危机席卷下，房地产泡沫的破灭导致西班牙失业率又重新回到了20%以上，其中25 以下的年轻人只有一半人拥有工作，另外西班牙的高失业率也存在体制性因素，就业政策不鼓励招收新人。而海外游客的减少对西班牙的另一支柱性产业-旅游业造成了巨大的打击。爱尔兰一直被誉为欧元区的“明星”，因为其经济增速一直显著高于欧元区平均水平，人均GDP也比意大利、希腊、西班牙高出两成多，更是葡萄牙一倍左右。但在2010年底同样出现了流动性危机，并接受了欧盟和IMF的救助，究其原因主要是爱尔兰的经济主要靠房地产投资拉动。2005年爱尔兰房地产业就已经开始浮现泡沫，且在市场推波助澜下愈吹愈大，2008年爱尔兰房价已经超过所有OECD国房价，在次贷危机的冲击下，爱尔兰房地产价格出现急速下跌，同时银行资产出现大规模的缩水，过度发达的金融业在房地产泡沫破裂后受到了巨大打击，爱尔兰高速运转的经济受到重创，从此陷入低迷。

工业基础薄弱，而主要依靠服务业推动经济发展的葡萄牙经济基础比较脆弱。葡萄牙在过去十几年中最为显著的一个特点是服务行业持续增长，这与其他几个欧元区国际及其相似，2010 年葡萄牙的农林牧渔业只创造了2。38%的增加值，工业创造了23。5%的增加值，而服务业创造的增加值达到了74。12%（受大西洋影响而形成温和的地中海天气以及绵延漫长的海岸，这些得天独厚的自然条件得葡萄牙旅游业得以很好的发展）。近几年葡萄牙开始进行经济结构的转型（从传统的制造业向高新技术行业转型），汽车及其零部件、电子、能源和制药等高新技术行业得到了一定的发展。政府在扶持高科技企业上面投入了大量资金，而这些资金通常都是通过低息贷款来实现。美国金融危机的爆发，导致融资成本随之飙升，从而使葡萄牙企业受到冲击，影响到整个国民经济。

总体看来，PIIGS 五国属于欧元区中相对落后的国家，他们的经济更多依赖于劳动密集型制造业出口和旅游业。随着全球贸易一体化的深入，新兴市场的劳动力成本优势吸引全球制造业逐步向新兴市场转移，南欧国家的劳动力优势不复存在。而这些国家又不能及时调整产业结构，使得经济在危机冲击下显得异常脆弱。

**2、人口结构不平衡：逐步进入老龄化**

人口老龄化是社会人口结构中老年人口占总人口的比例不断上升的一种发展趋势。随着工化和城市化步伐的加快，各种生活成本越来越高，生育率不断下降，老年人口在总人口中的占比不断上升，最快进入老龄化的发达国家是日本，日本的劳动力人口占总人口的比重从上世纪90 年代初开始出现拐点，随之出现了日本经济的持续低迷和政府债务的不断上升。我们判断从二十世纪末开始，欧洲大多数国家人口结构也开始步入快速老龄化主要有三个方面：长期低出生率和生育率、平均预期寿命的延长、生育潮人口大规模步入老龄化。

首先，从主要国家粗出生率（每1000 人中出生的婴儿数）和生育率（每位妇女平均生育孩子个数）看出，欧盟国家的婴儿出生率和生育率近年来低于绝大部分地区，成为仅次于日本的出生率降低最快的区域。

其次，1996-2010 年欧盟国家人口出生时平均预期寿命从76。1 岁上升至79。4 岁。美国联邦统计局预计到2050年欧盟国家人口出生时平均预期寿命将达到83。3岁。最后，由于二战后生育潮已经开始接近退休年龄，并且人口出生率逐步下降，欧元区人口年龄结构从正金字塔形逐步向倒金字塔形转变，人口占比的峰值从1990 年的25-29 岁上移至2007 年的40-44 岁，而且这一趋势仍在进行，从今往后老龄化问题将进一步恶化。

**3、刚性的社会福利制度**

对于欧盟内部来讲，既有神圣日耳曼罗马帝国（西欧地区）与拜占庭帝国（东欧地区）之间的问题（同属希腊罗马基督教文化，但政治制度不同导致经济发展道路不同），也存在南欧和北欧之间的问题。对于欧元区来讲，主要的矛盾体现在南北欧问题上。天主教在与百姓共同生活的一千年来，变得稍具灵活性，而新教是一个忠于圣经的严格的教派，所以信新教的北欧人比南欧人更严谨有序，在加上地理和气候因素，把这两种文化的人群捆绑在同一个货币体系下，必然会带来以下南北欧格局：北欧制造，南欧消费；北欧储蓄，南欧借贷；北欧出口，南欧进口；北欧经常账户盈余，南欧赤字；北欧人追求财富，南欧人追求享受。

南欧消费格局得以维持必须有较高保障和福利为支撑（中国消费上不去就是个例证）。近几年来欧盟各国的社会福利占GDP 的比重有趋同的趋势（如图8），许多南欧国家由占比小于20%逐渐上升到20%以上，其中希腊和爱尔兰较为突出。2010 年希腊社会福利支出占GDP的比重为20.6%，而社会福利在政府总支出中的占比更是高达41.6%。在经济发展良好的时候并不会出现问题，但在外在冲击下，本国经济增长停滞时，就出现了问题。从2008到2010年，爱尔兰和希腊GDP都出现了负增长，而西班牙近两年也出现了负增长，这些国家的社会福利支出并没有因此减少，导致其财政赤字猛增，2010年希腊财政赤字占GDP比重达到了10.4%，而爱尔兰这一比重更是高达32.4%。

**4、法德等国在救援上的分歧令危机处于胶着状态**

法国坚决支持救援，德国在救援问题上的左右摇摆使得欧债危机长期处于胶着状态。是否要对身陷危机的国家施以援手主要取决于德国和法国的态度。法国是坚决支持对危机国实施救援的，因为法国银行持有相当数量的欧元区债券，如果这些国家违约的话，法国的损失将会非常惨重（从三大评级机构下调法国两大银行评级可以看出）。德国是欧元区第一大经济体，其经济发展强劲很大程度上得益于严格的成本控制。在欧元开始成为统一货币的12 年里，德国国内工资上涨速度缓慢（年均2%左右），导致国内消费不振，但是赤字控制的比较好。欧洲五国从加入欧元区之后，为了缩短与欧元区其他国家各方面的差距，工资一直在上涨，平均每年上涨10%以上。劳动力优势的存在使得南欧各国的人均GDP 水平也在不断的上涨，与法德之间的差距不断缩小，但是随着工资上涨，竞争力也不断减弱，后期各国只能靠旅游房地产等项目来拉动经济，这些经济增长的源动力异常脆弱，在受到外部冲击时显得不堪一击。 德国这些年忍受着福利削减，工资长期不上涨的痛苦，现在却要让他们去拯救那些享受高福利高工资的国家，本国民众显然会心有不甘，为了获得更多的民众支持率，德国政府在做决定时必须考虑到民众的呼声。但是如果不救的话，又会面临本国银行业出现流动性危机，甚至导致大量银行倒闭，危急到本国经济，这个局面是谁都不愿意看到的。因此目前德国正面临艰难的选择，欧债危机如何演绎一定程度上取决于德国的态度。

**（三）根本原因**

根本原因看法不一

**第一种观点：认为财政危机为表，单一货币下不同国家竞争力差异拉大才是导致欧元区“内爆”的真正原因**

标普在2012年1月13日宣布降低法国信用评级。声明中杀伤力最强的并不是降级决定本身，而是其对降级理由的说明。标普认为，欧洲对债务危机成因认识片面，因此在应对思路上误入歧途，通过财政紧缩解决债务危机是“自我毁灭”的方法。由此看来，标普的降级决定并非仅仅针对个别国家，而是对欧元区的危机应对努力投了政治不信任票。

标普认为，欧债危机的根源并非仅是财政问题，而是欧元区核心国家和边缘国家竞争力差距不断拉大的必然结果。换言之，欧债危机并不仅仅是因为南欧国家花得太多，而是挣得太少；并不仅是财政不可持续的问题，更是竞争力下滑，经济发展不可持续的问题。

标普的这一观点并不孤单。欧债危机爆发以来，围绕如何解决危机存在两种不同思路：一种认为债务危机是个别国家财政纪律欠佳造成的，解决方法是通过削减赤字，订立财政契约强化财政纪律；一种则认为财政危机为表，单一货币下不同国家竞争力差异拉大才是导致欧元区“内爆”的真正原因，因此在降低长期赤字比例的同时，短期应更关注经济刺激和改革方案。

值得担心的是，如果投资者开始日趋认同标普的降级理由，则意味着欧洲将迎来更大的信心打击

**第二种观点：欧元区制度缺陷，各国无法有效弥补赤字**

第一，货币制度与财政制度不能统一，协调成本过高。根据有效市场分配原则，货币政策服务于外部目标，主要维持低通胀，保持对内币值稳定，财政政策服务于内部目标，主要着力于促进经济增长，解决失业问题，从而实现内外均衡。欧元区一直以来都是世界上区域货币合作最成功的案例，然而08 年美国次贷危机的爆发使得欧元区长期被隐藏的问题凸现出来。欧洲中央银行在制定和实施货币政策时，需要平衡各成员国的利益，导致利率政策调整总是比其他国家慢半拍，调整也不够到位，在统一的货币政策应对危机滞后的情况下，各国政府为了尽早走出危机，只能通过扩张性的财政政策来调节经济，许多欧元区成员国违反了《稳定与增长公约》中公共债务占GDP 比重上限60%的标准，但是并没有真正意义上的惩罚措施，由此形成了负向激励机制，加强了成员国的预算赤字冲动，道德风险不断加剧。

第二，欧盟各国劳动力无法自由流动，各国不同的公司税税率导致资本的流入，从而造成经济的泡沫化。最初蒙代尔的最优货币区理论是以生产要素完全自由流动为前提，并以要素的自由流动来代替汇率的浮动。欧元体系只是在制度上放松了人员流动的管制，而由于语言、文化、生活习惯、社会保障等因素的存在，欧盟内部劳动力并不能完全自由流动。从各国的失业率水平来看，德国目前的失业率已经下降到7%以下，低于危机前水平，但是西班牙的失业率高达21。2%。另一方面，欧盟国家只统一了对外关税税率，并没有让渡公司税税率，目前法国的公司税率最高为34。4%，比利时为34%，意大利为31%，德国为29。8%，英国为28%，其他边缘国家及东欧国家的公司税率普遍低于20%，这些税率较低的国家也正是劳动力比较充足的国家，资金和劳动的结合使得这些国家的经济不断膨胀，资金主要投资在支柱性的产业，比如加工制造业，房地产业和旅游业，从而导致了国内经济的泡沫化。从欧元兑美元走势可以看出，次贷危机前的很长一段时间欧元一直是处于一个上升通道，出口是受到一定程度的打击，南欧国家本来就不发达的工业和制造业更少受到资金的青睐，造成这些国家贸易赤字造成贸易赤字连年增加，各国通过发债弥补，同样是因为欧元的升值，欧债受到投资人的欢迎，举债成本低廉，从而形成一个恶性循环。

第三，欧元区设计上没有退出机制，出现问题后协商成本很高。由于在欧元区建立的时候没有充分考虑退出机制，这给以后欧元区危机处理提出了难题。目前个别成员国在遇到问题后，就只能通过欧盟的内部开会讨论，来解决成员国出现的问题，市场也随着一次次的讨论而跌宕起伏，也正是一次次的讨论使得危机不能得到及时解决。欧元区银行体系互相持有债务令危机牵一发动全身近年来欧洲银行业信贷扩张非常疯狂，致使其经营风险不断加大，其总资产与核心资本的比例甚至超过受次贷冲击的美国同行。

参考资料：《外汇市场透视》.王应贵、甘当善著.清华大学出版社2006年